

Podcast *Finanse bardzo osobiste*, odcinek 10

Data publikacji: 2015-06-22

link do opisu na blogu: <http://marciniwuc.com/unikorona-pieniezny/>

## **FBO 010: UniKorona Pieniężny – rozmowa z Andrzejem Czarneckim o zarządzaniu kwotą 4,5 mld złotych**

Witam Was bardzo serdecznie w dziesiątym odcinku podcastu *Finanse bardzo osobiste*. Wstęp będzie bardzo krótki, bo chwilę po nim wysłuchacie rozmowy z Andrzejem Czarneckim, zarządzającym największym na polskim rynku funduszem inwestycyjnym – funduszem UniKorona Pieniężny. Jak doskonale się orientujecie, na blogu kilka tygodni temu uruchomiłem cykl edukacyjnych artykułów o funduszach, po to żeby pomóc Wam w podejmowaniu bardziej świadomych decyzji.

Częsty problem z naszymi inwestycjami w fundusze, ale też w inne produkty, polega na tym, że opieramy się na krótkiej rozmowie z doradcą, na zebraniu w ciągu 5, 7, 10 minut podstawowych informacji na temat danej inwestycji, wpłacamy pieniądze i tak naprawdę nie mamy pojęcia, co kupiliśmy. Nie wiemy, co znajduje się w portfelu funduszu, nie wiemy, jak ten fundusz będzie się zachowywał w różnych warunkach rynkowych, no i później, gdy przychodzi drobna korekta, panikujemy, nie wiemy, co zrobić, wycofujemy pieniądze w najmniej odpowiednim momencie. Do pewnego stopnia to jest normalne – to są nasze ciężko zarobione pieniądze, boimy się o nie, więc reagujemy emocjonalnie. Tylko że często pewnie słyszycie, że w inwestycjach trzeba nad emocjami panować. Ale to nie jest takie proste, kiedy nie ma się wiedzy, kiedy nie wiadomo, co jest w środku i czego się spodziewać po danej inwestycji.

Właśnie dlatego staram się Wam w możliwie najprostszy sposób podać najważniejszą wiedzę o każdej poszczególnej kategorii funduszu, tak żebyście wpłacając pieniądze, mieli świadomość, czego się spodziewać, co może dziać się po drodze, gdzie są ryzyka i jakie są potencjalne zyski. Oczywiście taka wiedza nie gwarantuje w żaden sposób sukcesu, nie gwarantuje zysków, ale wielokrotnie zwiększa prawdopodobieństwo tego, że nie popełnimy głupich, emocjonalnych, nieprzemyślanych błędów, inwestując zupełnie w ciemno albo w oparciu o bardzo, bardzo podstawowe informacje.

Czasami ignoranta od osoby dobrze zorientowanej dzieli godzina lektury. Jestem przekonany, że jak przeczytacie na blogu artykuł pt. [Fundusze pieniężne i gotówkowe – czego się po nich spodziewać?](#) i uzupełnicie sobie tę lekturę dzisiejszym wpisem

i wysłuchaniem podcastu, naprawdę nieźle będziecie rozumieli tę grupę funduszy i z zupełnie inną świadomością będziecie w nie inwestować.

A teraz zapraszam Was już bardzo serdecznie do wysłuchania wywiadu. Przygotujcie się, bo to nie jest lekka, łatwa i przyjemna rozmowa ze sprzedawcą, który koloryzuje i upiększa rzeczywistość. Nie, to jest rozmowa z analitycznym umysłem, który zarządza kwotą 4,5 mld zł. Zapraszam Was bardzo serdecznie na rozmowę z Andrzejem Czarneckim z Union Investment TFI.

**Moim dzisiejszym gościem jest Andrzej Czarnecki, licencjonowany doradca inwestycyjny, który od 2004 r. związany jest z Union Investment TFI, gdzie od 5 lat zarządza subfunduszem UniKorona Pieniężny. I to wcale nie jest przypadkowy wybór, bo UniKorona Pieniężny to obecnie największy na polskim rynku fundusz inwestycyjny, którego aktywa netto przekroczyły już – uwaga! – 4,5 mld zł. Ale co znacznie ważniejsze niż wielkość aktywów, to nieprzerwanie od wielu lat UniKorona Pieniężny cieszy się najlepszymi w swojej grupie wynikami inwestycyjnymi. No i właśnie o tym, jak zarządza się takim funduszem, w co ten fundusz inwestuje, dla kogo może być dobrym pomysłem inwestycyjnym, rozmawiam dzisiaj z Andrzejem Czarneckim. Cześć, Andrzeju!**

Dzień dobry!

**Dziękuję ci bardzo serdecznie, że przyjąłeś zaproszenie do tej rozmowy. Jesteś zajęty, więc od razu przechodzimy do sedna. Kiedy myślimy o inwestowaniu, to w pierwszej minucie do głowy przychodzi akcje, fundusze, notowania indeksów giełdowych – wszystko to, co rozpała emocje. Ty wybrałeś instrumenty dłużne. Dlaczego?**

Rzeczywiście, akcje są tą kategorią aktywów, które kojarzą się na początku z inwestowaniem, natomiast to jest jedna strona tego świata, świata inwestycji. Jest również druga strona: strona obligacji i instrumentów dłużnych.

**Niektórzy mówią, że akcje są takie ciekawe – dreszczyk emocji, stres. A obligacje – co tam się może dziać?**

Ja nie uważam, że obligacje są nudniejsze od akcji. Inwestowanie w instrumenty dłużne wiąże się z zupełnie innym podejściem niż inwestowanie w akcje. Są to zupełnie dwa różne światy. W przypadku akcji inwestor musi analizować sytuację danej spółki. To jest analiza, powiedzmy, dotycząca skali mikro, czyli danego przedsiębiorstwa – jak ono sobie radzi, jakie są jego wskaźniki finansowe – czyli [analiza] małej części gospodarczej. W przypadku inwestowania w instrumenty dłużne trzeba bardzo dobrze wiedzieć, co się dzieje w gospodarce, czyli w całości tego,

co w danym kraju się dzieje: jakie mamy parametry makroekonomiczne, takie jak np. inflacja; musimy wiedzieć, co się dzieje ze stopami procentowymi – czyli obejmujemy całość tego, co się dzieje w danym państwie.

Oczywiście akcje rozpalają wyobraźnię inwestorów, bo krótkoterminowe zyski lub straty są bardzo spektakularne. Instrumenty dłużne są instrumentami, które cechują się dużo mniejszymi zmianami cen, natomiast to jest tylko kwestia skali. W przypadku inwestycji w obligacji zmiana o 1% to jest bardzo duża zmiana, w przypadku akcji jest to zmiana relatywnie mała, natomiast to jest kwestia przeskalowania.

**Andrzej, wiem, że z ogromną pasją zarządzasz funduszem i tę pasję widać w wynikach: pięć gwiazdek w ratingu Analiz Online. Cały czas przeglądałem wyniki – konsekwentnie do benchmarku od wielu udaje lat się wam być do góry i w „czubie”, jeśli chodzi o konkurencję. I nie jest to jednorazowy wyskok. Całe clou polega na tym, że to jest systematyczne powtarzanie wyników. Co jest kluczem do sukcesu? Tylko nie bądź skromny!**

W Union Investment przy zarządzaniu funduszami, w szczególności funduszami dłużnymi, kierujemy się zasadą, że ważny jest wynik długookresowy. Żeby wyniki były systematycznie dobre, staramy się na każdym polu co roku być lepszym od konkurencji. Natomiast dla nas nie ma aż tak dużego znaczenia to, żeby co roku być najlepszym. Bardzo często taka strategia, że dąży się do wygrania w danej kategorii funduszy, do osiągnięcia najlepszej rocznej stopy zwrotu z wszystkich funduszy w danej kategorii, skutkuje tym, że w kolejnym roku wyniki są bardzo słabe.

**Czyli nie ścigacie się z rynkiem, skupiacie się na tym, żeby po prostu mieć dobry wynik, a wasza pozycja w rankingach względem konkurencji to jest po prostu wypadkowa tych wszystkich rzeczy?**

Staramy się przede wszystkim mieć stabilną politykę inwestycyjną, co w przypadku funduszy bezpiecznych, czyli funduszy gotówkowych, obligacyjnych, ma kluczowe znaczenie. Czyli: być lepszym niż średnia z danej kategorii funduszy, natomiast niekoniecznie na najwyższym miejscu. Dla nas ważniejsze jest to, żeby nie mieć okresów z wynikami gorszymi od średniej. To jest dla nas kluczowe.

**Fundusze gotówkowe są powszechnie uważane za najbezpieczniejszy pierwszy krok, jaki ktoś może wykonać w świecie inwestowania w fundusze. Ale wiadomo, że ta grupa nie jest homogeniczna, różni się trochę pomiędzy sobą właśnie dlatego, że w ich portfelach znajdują się różnego rodzaju instrumenty. Ponieważ bardzo zależy mi, żeby słuchacze bloga zrozumieli, co znajduje się w takim funduszu, na czym on zarabia, proponuję, żebyśmy sobie przeszli po kolei przez różne instrumenty finansowe, w które twój fundusz inwestuje, i opowiedzieli, co to są za instrumenty, jak one działają, bo to pomoże nam zrozumieć cały fundusz. Zacznijmy może od tych najbardziej bezpiecznych.**

W takim razie wymienię podstawowe kategorie lokat funduszu UniKorona Pieniężny. Najbezpieczniejszymi instrumentami w tym portfelu są obligacje emitowane przez Skarb Państwa, czyli Polskę. Są to różne obligacje, czyli w obrębie tego worka z obligacjami polskiego rządu znajdują się różne typy obligacji. W przypadku obligacji istnieje bardzo wyraźna zależność pomiędzy jej ryzykiem a terminem do wykupu. Im dłuższy czas pozostający do wykupu, tym bardziej ryzykowna obligacja. Z tego powodu w funduszu UniKorona Pieniężny mamy znaczący udział obligacji skarbowych o krótkim terminie do wykupu.

## **Kiedy mówisz „krótki termin do wykupu”, to o jakich okresach tu mówimy?**

Mówimy o okresach rzędu roku, maksymalnie 2–3 lat. Instrumenty do roku to są klasyczne instrumenty rynku pieniężnego. W zależności od sytuacji makroekonomicznej zdarzają się też obligacje nieco dłuższe. Dochód z tych obligacji jest na stosunkowo niskim poziomie, porównując z innymi instrumentami, natomiast charakteryzuje się niskim, bardzo niskim ryzykiem.

## **I również płynność jest tutaj bardzo wysoka, prawda?**

To dotyczy akurat rynku wszystkich instrumentów wyemitowanych przez Skarb Państwa. Płynność tych instrumentów jest bardzo duża.

## **Czyli to są te najbezpieczniejsze kategorie...**

...z obligacji skarbowych. W funduszu UniKorona Pieniężny znajduje się również bardzo duży udział obligacji dłuższych, których oprocentowanie jest zależne od stawek obowiązujących na rynku pieniężnym, czyli, krótko mówiąc, o zmiennym oprocentowaniu.

## **Dla porównania: jak ktoś ma kredyt hipoteczny i oprocentowanie WIBOR plus jakaś marża, to rozumiem, że taka obligacja też ma jakiś indeks, np. WIBID, WIBOR czy jakiś inny, plus marża?**

Dokładnie. Jest to podobne do kredytu hipotecznego. Jeżeli chodzi o ustalanie stopy procentowej, też mamy zazwyczaj stopę WIBOR i są to obligacje, które stanowią bardzo znaczną część portfela subfunduszu.

## **Ale wiadomo, że na takich najbardziej bezpiecznych obligacjach ciężko byłoby zrobić wynik znacznie lepszy od konkurencji. To co jeszcze jest w portfelu?**

Tutaj też można stosować różne strategie, które przynoszą znacznie lepszy dochód niż strategia: kup obligację, załóżmy pięcioletnią, i czekaj pięć lat. My w Union Investment tymi obligacjami aktywnie handlujemy.

## **Gracie na krzywej rentowności, jak to się mówi u was w branży?**

Można tak powiedzieć. I to przynosi dodatkowy dochód – większy niż strategia „kup i trzymaj”. Ale przechodząc do bardziej ryzykownych instrumentów, drugą kategorią lokat o ryzyku porównywalnym z długiem Skarbu Państwa, czyli Polski, są obligacje rządowe innych krajów. I tutaj duże znaczenie ma analiza całych gospodarek, rozumianych jako finanse całego państwa.

## **Jakich krajów obligacje analizujecie i kupujecie?**

Mamy bardzo szerokie spektrum inwestycyjne. Kupujemy obligacje innych państw, które spełniają nasze kryteria inwestycyjne.

## **Czyli kupujecie „rumunki”, „bułgarki”, jak to się żartobliwie mówi?**

Można tak żartobliwie powiedzieć. Kupujemy obligacje państw, które w naszym rozumieniu mają dobrą sytuację gospodarczą i będą w stanie spłacać swoje zobowiązania. Można powiedzieć, że obligacji greckich nie znajdują Państwo w portfolio UniKorona Pieniężny.

## **A w jakiej walucie są te obligacje wyemitowane?**

To ma akurat trochę mniejsze znaczenie z punktu widzenia potencjalnego uczestnika funduszu. Jest to związane z tym, że w funduszu UniKorona Pieniężny nie dopuszczamy do sytuacji, w której mielibyśmy niezabezpieczone ryzyko walutowe. Nie chcemy, aby uczestnik funduszu miał ekspozycję na walutę innego kraju.

## **Czyli po prostu stosujecie hedging?**

Tak, stosujemy hedging. Przy pomocy różnych instrumentów finansowych sprawiamy, że te inwestycje, założmy, denominowane w euro stają się – z punktu widzenia całości portfela – obligacjami, które przynoszą dochód w złotówce. Mówiąc bardziej ściśle: zabezpieczamy ryzyko walutowe.

## **Zdaje się, że na takim hedgingu można dodatkowo zarobić ze względu na różnice stóp procentowych?**

Dokładnie. Zabezpieczając kurs walutowy, przykładowo kurs euro względem złotówki, dostajemy jakby różnicę pomiędzy stopami procentowymi w jednym i drugim kraju. Przykładowo dla waluty euro i dla złotówki jest to ok. 1,5%.

## **Czyli o tyle dodatkowo wyższy będzie dochód z tej części portfela obligacji?**

Tak. Jeżeli – w dużym uproszczeniu oczywiście – mam np. instrument przynoszący w euro 0,5%, to w złotówce będzie on przynosił 2%.

**Jasne. Czyli mamy: obligacje skarbowe Polski, obligacje wyemitowane przez rządy innych krajów, które są „zahedgowane”, tak żebyśmy nie mieli ryzyka walutowego. Co jeszcze znajdziemy w portfolio UniKorona Pieniężny?**

W portfelu UniKorona Pieniężny czasami znajdują się również depozyty, natomiast ich wykorzystanie jest minimalne.

## **Czyli chodzi tu przede wszystkim o zarządzanie płynnością?**

Tak, aczkolwiek nawet do zarządzania płynnością staramy się wykorzystywać inne instrumenty.

**To może być ciekawe z punktu widzenia klienta, który inwestuje tylko w lokaty bankowe. Czy jak taki potężny fundusz, który ma 4,5 mld zł aktywów, idzie do banku i mówi: „Chciałbym ulokować u was kilka, kilkanaście, kilkadziesiąt milionów”, ma szansę na lepsze stopy niż Kowalski?**

Inaczej odpowiem na to pytanie, ponieważ nie ma jednoznacznej odpowiedzi. Fundusz inwestycyjny, składając depozyt na taką stawkę, dostanie oprocentowanie rynkowe, czyli zbliżone do aktualnych stóp procentowych plus powiększone ewentualnie o ryzyko danego banku. Czyli banki o gorszym standingu finansowym zapłacą więcej, banki o lepszym – mniej. Jak taki przysłowiowy Kowalski idzie do banku, to ma zazwyczaj w ofercie kilka, kilkanaście typów lokat, często z wieloma gwiazdkami – jest to jakaś tabela promocji itd. – i może dostać zarówno lepsze, jak i gorsze oprocentowanie od funduszu. Natomiast oferta banków jest zrobiona pod różne pomysły, jak przyciągnąć klienta. Marketing odgrywa bardzo dużą rolę, natomiast fundusz wie, gdzie stopy procentowe powinny być w każdym momencie, i wie też, jakie jest ryzyko danego banku.

**No właśnie, jak wygląda proces doboru takiego banku, bo domyślam się, że nie idziecie do pierwszego lepszego banku, który daje po prostu wyższe oprocentowanie?**

Fundusz inwestycyjny musi dobrze dobierać ofertę depozytową banków, bo lokowanie w bankach też wiąże się z ryzykiem kredytowym, ryzykiem bankructwa danego banku, więc fundusz musi uwzględniać to, jak stabilna jest sytuacja danego banku.

**Może takie nietypowe pytanie związane bezpośrednio z funduszem: co jest twoim zdaniem bardziej ryzykowne z punktu widzenia ryzyka kredytowego: inwestycja w fundusz gotówkowy czy w depozyt bankowy? Mówię tutaj o przeciętnym Kowalskim.**

Na pewno trzeba bardzo różne aspekty rozważyć. Jak wiadomo, depozyty w bankach są gwarantowane przez Bankowy Fundusz Gwarancyjny, co sprawia, że dla osoby fizycznej one są relatywnie bezpieczne – no chyba że wielkość depozytu przekracza 100 tys. euro, to wtedy taka osoba nie jest chroniona ponad tę nadwyżkę. Natomiast inwestycja w fundusz wiąże się pośrednio z inwestycją w bardzo dużą ilość aktywów. Przykładowo aktywa funduszu UniKorona Pieniężny są bardzo dobrze zdywersyfikowane, więc ryzyko kredytowe jest zmniejszone przez dywersyfikację.

**No właśnie, skoro mówimy o dywersyfikacji i ryzyku kredytowym, to od depozytów możemy przejść do chyba najbardziej ryzykownej części portfela funduszu, czyli obligacji korporacyjnych. Czym one są i czym różnią się od obligacji skarbowych?**

Obligacje korporacyjne, jak sama nazwa wskazuje, są to obligacje emitowane przez przedsiębiorstwa, czyli spółki akcyjne, sp. z o.o. – emitentów prowadzących działalność gospodarczą. W przeciwieństwie do inwestycji w instrumenty typu obligacje skarbowe inwestowanie w tego typu obligacje wiąże się z podwyższonym ryzykiem kredytowym, mówiąc wprost: tym, że emitent tej obligacji nie spłaci, bo nie będzie w stanie spłacić zaciągniętych zobowiązań.

**Czyli coś się stanie z firmą, która wyemitowała obligacje, nie ma *cash flow*, żeby zapłacić odsetki czy w ogóle wykupić te obligacje, i wtedy może być problem?**

Tak, mógł być jakiś negatywny rozwój sytuacji na rynku, w którym dana firma działa. Coś może się nie udać z biznesem, z działalnością gospodarczą podmiotu i spółka ma problem, co zrobić z obligacjami.

**No właśnie, wiemy, że bankructwa firm i trudności finansowe firm, które emitują obligacje, zdarzają się. Jak zabezpieczacie się przed taką sytuacją? Co robisz ty, budując portfel funduszu, żeby to ryzykować w odpowiedni sposób zminimalizować?**

My, jako Union Investment, mamy bardzo ściśle prowadzony proces kontroli ryzyka kredytowego – wieloetapowo – sprawiający, że emitenci, których dobieramy, są bardzo dobrze prześwietleni w momencie zakupu obligacji. Jak przychodzi do nas jakaś spółka i mówi, że chce wyemitować obligacje, to dział zarządzania – dział analizy ryzyka kredytowego – dokonuje wstępnej oceny, czy emitent jest wiarygodny, czy będzie w przyszłości w stanie spłacić obligacje. To jest pierwszy etap.

Kolejnym etapem jest zebranie członków działu inwestycji dłużnych, na którym omawiana jest dana spółka. Dzieje się to oczywiście, jeżeli spółka przejdzie pierwszy etap. Na takich spotkaniach dyskutujemy o tym, co dana spółka robi, jakie są zagrożenia dotyczące jej działalności. Staramy się zarówno w sposób kwantyfikowalny, jak i jakościowy określić, jaka jest skala ryzyka związana z inwestycją w daną obligację korporacyjną.

**I rozumiem, że później na bieżąco sytuacja takiej spółki jest monitorowana? No ale czasami nie wszystko da się przewidzieć. Czasami są sytuacje wyjątkowe. Z takimi sytuacjami mieliśmy do czynienia w roku 2012. Były fundusze, które poniosły potężne straty. Wam udało się przejść przez tę sytuację, w porównaniu z konkurencją, bardzo, bardzo dobrze. Na czym się opiera w waszym przypadku**

**zarządzanie ryzykiem kredytowym, że nawet po takich wydarzeniach wszystko wraca do normy?**

Akurat w wypadku roku 2012 zadziałała dywersyfikacja aktywów. W naszych funduszach mamy dodatkowe – i bardzo mocno wzmocnione po 2012 r. – zasady dotyczące dywersyfikacji portfela. Chodzi o to, żeby w obligacje jednego emitenta nie zainwestować zbyt dużo pieniędzy, oczywiście proporcjonalnie do aktywów danego subfunduszu.

**Czyli że nie zainwestujecie więcej niż X% aktywów w obligacje danej spółki?**

Dokładnie. Mamy bardzo wzmocnione te zasady. Są to zasady najostrzejsze na rynku z tego, co wiem, i zasady te są dużo mocniejsze niż wymagane przez prawo.

**Ile taki limit wynosi w przypadku UniKorony?**

Stosujemy dwa progi. W przypadku emitentów o bardzo wysokiej jakości kredytowej – są to np. największe banki w Polsce – czyli emitentów rozpoznawalnych na całym świecie, mamy limit inwestycji w obligację jednego emitenta na poziomie 8%. Natomiast w przypadku emitentów o nieco słabszych finansach ten limit spada już do 2,5%. W rzeczywistości dywersyfikacja jest jeszcze znacznie lepsza.

**Czyli nawet w czarnym scenariuszu, że któraś z takich mniejszych firm, których obligacje macie, upada, w przypadku których limit jest 2,5%, to teoretycznie przy odpisaniu takich obligacji do zera, wartość funduszu może na moment spaść o te 2,5%. Tak to można rozumieć?**

Byłaby to sytuacja bardzo, bardzo wyjątkowa, ponieważ również, jak wspomniałem, na komitetach inwestycyjnych, na których dyskutujemy, ile danych obligacji możemy kupić, ustalamy również poziom inwestycji na daną konkretną spółkę. Jeżeli widzimy np., że mamy ofertę obligacji o bardzo wysokim oprocentowaniu, które oczywiście wiążą się z większym ryzykiem, to inwestujemy w taką obligację znacznie mniej niż te 2%. W naszym portfelu są inwestycje w obligacje emitentów o stabilnej sytuacji finansowej, natomiast inwestycje w obligacje emitentów, którzy są bardzo wrażliwi na znaczące spowolnienie gospodarcze, są po 1% albo 0,5% wartości portfela.

**Czyli znacznie poniżej maksymalnych dopuszczalnych limitów. Pytam o obligacje korporacyjne, bo wiele firm oferuje inwestycje w tego typu obligacje zwykłym inwestorom indywidualnym. Przez firmy doradztwa, przez różne kanały dystrybucji można kupić sobie obligacje różnych firm – i takich rozpoznawalnych, które są notowane na rynkach, i mniejszych podmiotów, jakichś deweloperów. Często przy sprzedaży tych obligacji mówi się inwestorom: „Spokojnie, obligacje są zabezpieczone” itd., co daje poczucie pewnego bezpieczeństwa. Jak ty oceniasz inwestycje bezpośrednie w tego typu obligacje?**



Oczywiście nie można generalizować. Na rynku obligacji oferowanych osobom fizycznym są bardzo różne emisje, natomiast inwestycja w takie obligacje wiąże się z ryzykiem kredytowym. To oczywiście jest jedna kategoria ryzyka. Można powiedzieć, że mamy też inne kategorie ryzyka, takie jak np. ryzyko płynności, czyli de facto niemożność sprzedania obligacji przed terminem wykupu. W Polsce mamy rynek zorganizowany – mówię o rynku Catalyst, na którym dokonuje się obrót obligacjami – natomiast obroty tam są minimalne i sprzedaż obligacji przed ich zapadalnością może być trudna ze względu na płynność. To jest jedno ryzyko.

**Czyli jeżeli chcecie sprzedać obligację, to musicie porozumieć się np. z innym funduszem, czy jak by to wyglądało w praktyce?**

W praktyce tak to wygląda: że na rynku obligacji korporacyjnych działają prawie wyłącznie instytucje finansowe, takie jak np. fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, banki.

Ale wracając do ryzyka kredytowego: jak inwestor indywidualny kupi sobie obligacje korporacyjne, to z pewnością nie jest on w stanie zdywersyfikować swojego portfela inwestycyjnego tak dobrze jak fundusz. W subfunduszu UniKorona Pieniężny w chwili obecnej mamy ok. 150 różnych serii obligacji. Jeżeli ktoś by chciał sobie sam zbudować taki portfel – już pomijając, że znaczna część tych obligacji nie jest dostępna po prostu – to podzielenie tych indywidualnych środków na 150 części jest, można powiedzieć, niemożliwe. To jest jedna rzecz: brak możliwości dywersyfikacji.

Druga rzecz jest związana z tym, co się dzieje, jeżeli dany emitent zaczyna mieć problemy finansowe. Tak jak już mówiłem, obligacje oferowane inwestorom indywidualnym mają bardzo różny poziom ryzyka. Mamy chociażby obligacje np. małych deweloperów, działających na rynku lokalnym, które zostaną spłacone, jeżeli emitentowi dobrze pójdą inwestycje deweloperskie, które prowadzi. Jak źle pójdą, będzie problem. I taki inwestor indywidualny, jeżeli zaczną się problemy z danym emitentem, nie może zrobić praktycznie nic.

**Praktycznie nawet się nie dowie, bo nie sądzę, żeby monitorował wyniki finansowe czy inne dane finansowe takiego dewelopera.**

Tak, dokładnie. My, w Union Investment, śledzimy oczywiście wszystkie komunikaty wychodzące od emitentów obligacji, które mamy w portfelu, na bieżąco patrzymy, jak rozwija się ich sytuacja finansowa. Zdarza się, że jak coś się z tą sytuacją pogarsza, próbujemy takie obligacje sprzedać komuś, kto ma wyższy apetyt na ryzyko, z pewną stratą, natomiast z punktu widzenia portfela taka strata jest nieistotna. Inwestor indywidualny, ze względu na małą płynność zorganizowanego rynku obligacji korporacyjnych w Polsce ma małe możliwości dokonania takiej transakcji. A jak już się wydarzy rzecz zła, czyli niewypłacalność danego emitenta, to taki obligatariusz staje przed bardzo skomplikowaną procedurą prawną, trwającą zazwyczaj kilka lat, albo

kilkanaście, bo takie przypadki też są bardzo częste. No i ze względu chociażby na małe możliwości prawne takiego inwestora – bo on może dochodzić jedynie swojej części zainwestowanej kwoty – koszty prawne takiego inwestora, który sam próbuje dochodzić [swoich roszczeń], są bardzo wysokie w porównaniu do zainwestowanych pieniędzy. My, współpracując z kancelariami, możemy dużo bardziej efektywnie odzyskiwać środki.

**Chciałem się zapytać jeszcze o jeden element, który wykorzystujecie w funduszu do osiągnięcia lepszej stopy zwrotu, a mianowicie – o dźwignię finansową. Ktoś, czytając, że wykorzystujecie tego typu narzędzia jak przysłowiowy lewar, może sądzić, że zwiększa to bardzo ryzyko w funduszu. Wyjaśnij, proszę, na czym to polega.**

Tutaj bardzo wielu inwestorów, słysząc słowo „lewar”, myśli o instrumentach pochodnych, o kontraktach terminowych na indeksy, czyli lewarowaniu się na czymś, co jest bardzo zmienne już nawet w postaci niezalewarowanej.

**W przypadku funduszu gotówkowego to zupełnie inna historia, prawda?**

To jest zupełnie inna historia. Tam zmienność na akcjach czy na indeksach jest ogromna i jeśli to przemnożymy przez tę część, weźmiemy pod uwagę tylko depozyt zabezpieczający, to może on błyskawicznie zniknąć i jeszcze inwestor może być postawiony przed faktem, że stracił więcej, niż zainwestował w ten depozyt. W przypadku lewara na bardzo bezpiecznych aktywach sytuacja wygląda zupełnie inaczej. My, w funduszu UniKorona Pieniężny, inwestujemy w obligacje skarbowe za pieniądze pożyczone po bardzo niskim oprocentowaniu. Przykładowo kupujemy obligację z terminem wykupu jeden rok po, powiedzmy, 1,7% i jednocześnie pozyskujemy środki pod zakup takiej obligacji po 1,5%.

**Czyli 0,2% zysku.**

Tak, średniego zarobku na takiej transakcji. Oczywiście nie robimy tego na jakąś gigantyczną skalę, natomiast takie czasowe lewarowanie pomaga poprawiać wyniki funduszu. Tak jak mówiłem, nie jest to na dużą skalę, natomiast umożliwia bardziej efektywne zarządzanie i zwiększa możliwości gry na krzywej rentowności – w przypadku funduszu UniKorona Pieniężny na tej najbezpieczniejszej części krzywej, czyli krzywej rynku pieniężnego.

**Dobrze, czyli mamy obligacje skarbowe polskie, zagraniczne, zabezpieczone, mamy depozyty, obligacje korporacyjne i również lewar. Andrzej, a powiedz, z jakich narzędzi korzystasz, z jakich źródeł informacji, jak wygląda twój normalny dzień pracy? Standardowo: kawka, gazetka i nic się nie dzieje?**

No, z tymi gazetkami to można żartować, natomiast przegląd prasy należy jak najbardziej do zadań zarządzającego, no może nie wiadomości sportowych...

## **Chyba że inwestujesz w jakąś spółkę z tej branży.**

No też się zdarzają spółki z tej branży. Natomiast przeglądamy, co się dzieje w gospodarce, zarówno w spółkach, jak i, szerzej, w makroekonomii.

## **I to pewnie nie tylko w gazetach, macie odpowiednie systemy.**

Oczywiście systemy też, natomiast przejrzanie prasy zawsze nam umożliwi wyłapanie informacji, które będą przedmiotem naszych dalszych analiz. Czyli mamy jakąś informację sygnałną, że coś w danej spółce się zadziało, i jeżeli ta informacja ma znaczenie dla obligacji, które mamy w portfelu, staramy się ustalić, co dokładnie się stało. Mogą to być oczywiście różne informacje. Oczywiście dla nas najważniejszym źródłem informacji są informacje bezpośrednio ze źródła, nieprzetworzone przez gazety, natomiast taki przegląd umożliwia zachowanie ogólnego spojrzenia.

Jeśli chodzi o pozostałe źródła informacji, to już wspominałem: źródła oficjalne, czyli źródła emitentów, źródła instytucji danego państwa, jeżeli inwestujemy w jakiś dług, np. węgierski, rumuński.

## **Czyli odpowiedniki naszych GUS-ów, lokalne banki centralne?**

Dokładnie, instytucje, które publikują wskaźniki makroekonomiczne. Jedną z najczęściej otwieranych przez nas stron internetowych jest strona FED-u amerykańskiego – to jest dla nas podstawowe źródło informacji. I oczywiście mamy też dostęp do różnego rodzaju serwisów informacyjnych, finansowych.

## **Bloombergi, Reutersy – z czego korzystacie?**

Tutaj korzystamy akurat z rozwiązań obu firm, żeby być niezależnym od jednego źródła i w razie problemów z jednym źródłem mieć również *backup* drugiego źródła – dla kogoś, kto się nie zetknął z tego typu serwisem, są to źródła zbierające informacje finansowe z całego świata. Jeśli np. chcemy się dowiedzieć, jakie są stopy procentowe w Ghanie, to można to bardzo szybko sprawdzić.

## **Dla kogo twoim zdaniem wasz fundusz może być dobrym pomysłem inwestycyjnym?**

Może zacznę od tego, dla kogo nie jest. Nie jest z pewnością dla osób, które oczekują bardzo spektakularnych zysków i jednocześnie są w stanie bardzo dużo zaryzykować. Nie jest to fundusz akcyjny. Fundusz UniKorona Pieniężny czy jakiegokolwiek inny fundusz gotówkowy nie będzie miał wyników rzędu kilkadziesiąt procent rocznie, bo jest to po prostu niemożliwe. Skala ryzyka tego funduszu nie umożliwi osiągnięcia takich wyników. Oczywiście wiąże się to również z drugą stroną: że ten fundusz nigdy nie straci też takiej ilości aktywów...

**Przejęciowo w pewnych sytuacjach – np. nagły wzrost rentowności na obligacjach czy bankructwo emitenta – ten ząbek na wykresie pojawić się może, prawda?**

Jak najbardziej, fundusz ma aktywa, które są handlowalne na rynku, ich wycena jest dokonywana na bieżąco. W przypadku np. wzrostu rentowności matematyczna zależność jest taka, że ceny obligacji spadają. Jeżeli zaś rentowność zwykłej, krótkoterminowej obligacji wzrasta, to spada jej cena. Takie zdarzenia są w pełni widoczne na wykresie zwrotu z funduszu.

**Waszym indeksem odniesienia, takim benchmarkiem, jest oprocentowanie nowych depozytów bankowych o terminie mniej więcej trzy miesiące. Staracie się przynieść w tym funduszu lepszą stopę zwrotu niż, powiedzmy, lokaty 3-miesięczne. Ale od czasu do czasu, tak jak mówimy, może być tak, że fundusz ma przejęciowo gorszy wynik. Czy wyobrażasz sobie w ogóle taką sytuację, że w skali roku wynik funduszu byłby na minusie?**

Jest to sytuacja, którą jest mi bardzo trudno sobie wyobrazić. Przy takiej skali ryzyka, jaką bierze na siebie subfundusz UniKorona Pieniężny, wyniki roczne na poziomie minusowym są skrajnie mało prawdopodobne i musiałyby się wiązać z jakąś totalną katastrofą gospodarczą typu Polska stała się niewypłacalna. Rzeczywiście w przypadku takiego zdarzenia wyniki subfunduszu byłyby bardzo złe. Natomiast to jest zdarzenie ekstremalne, które jest skrajnie mało prawdopodobne i de facto stanowi zagładę gospodarczą naszego kraju. W sytuacji normalnej fundusz inwestuje w taki sposób, żeby okres, w którym uczestnik ma nawet jakąś minimalną stratę – mówimy tutaj o stracie setnych części procenta – był jak najkrótszy. Z tego powodu subfundusz polecamy uczestnikom, którzy mają krótki horyzont inwestycyjny – rozumiemy przez to 6 miesięcy. Uważamy, że w skali 6-miesięcznej wyniki powinny już być wyraźnie dodatnie, nawet w przypadku zajścia znaczącej liczby złych zdarzeń.

**To na zakończenie naszej rozmowy powiedz, jakie są perspektywy dla funduszu na następne miesiące. Teraz stopy rekordowo niskie, nie widać miejsca, żeby miały iść w dół – na czym będziesz starał się zarabiać i co to może znaczyć dla wyników funduszy? Czego inwestor, który np. dzisiaj by zainwestował z perspektywą 6 miesięcy, roku albo dłużej, może oczekiwać twoim zdaniem?**

No właśnie, mamy problem z bardzo niskimi stopami procentowymi. Na szczęście są one i tak wyraźnie wyższe niż np. w strefie euro czy w USA, natomiast są na historycznie niskim poziomie. Sprawia to, że fundusze gotówkowe będą miały rezultaty z pewnością gorsze niż w historii, natomiast inwestor nie ma innej alternatywy. Mówię oczywiście o inwestorze, który chce zainwestować bezpiecznie. W chwili obecnej nie ma bezpiecznej inwestycji, która byłaby w stanie przynieść np. 4% w skali roku. Jest to niemożliwe ze względu na bardzo niskie stopy procentowe. My mamy cel inwestycyjny w funduszu UniKorona Pieniężny ustawiony na poziomie

ok. 2,5%, co jest na pewno ambitne, ale do osiągnięcia takiego rezultatu dążymy. Wydaje się, że przy obecnej inflacji, która jest ujemna, jest to całkiem przyzwoity zwrot dla inwestora, który wie, że ma środki zainwestowane w bezpieczny sposób.

**Andrzej, bardzo ci dziękuję za wszystkie informacje związane z funduszem i za przybliżenie tego, co się w tym funduszu dzieje. I na koniec jeszcze: czego spodziewać się po polskiej gospodarce w najbliższym roku? Jesteś optymistą, pesymistą? Powinniśmy się bać czy cieszyć?**

Jeśli chodzi o polską gospodarkę, jestem wielkim optymistą, co potwierdzają dane. Jesteśmy w sytuacji bardzo dobrego rozwoju wzrostu gospodarczego, niskiej inflacji, ludzie mają pracę, zarabiają, są w stanie wydawać pieniądze, co chociażby można zobaczyć na ostatnich danych sprzedaży detalicznej. To pokazuje, że polska gospodarka, można kolokwialnie powiedzieć, kręci się. Mamy czas względnego dobrobytu, co nastraja bardzo optymistycznie do nadchodzącej przyszłości. Wydaje się, że zagrożeń inflacyjnych na chwilę obecną nie ma. Tak jak np. się popatrzy na projekcje Narodowego Banku Polskiego, to cel inflacyjny, a właściwie jego maksymalne dolne odchylenie, osiągamy dopiero w 2017 r., czyli ceny nie będą wzrastać. Gospodarka się rozwija, więc jeśli chodzi o przyszłość naszego kraju przez najbliższe kilka kwartałów, to mamy bardzo dobrą sytuację.

**A wybory coś zmienią?**

Wokół tego wydarzenia było bardzo dużo szumu medialnego. Politycy są od tego, żeby dużo rzeczy obiecywać. Dzięki temu są w stanie wygrywać wybory, więc ze strony obydwóch kandydatów na prezydenta poszło sporo obietnic. Część z nich była niekoniecznie dobra dla długoterminowej stabilności gospodarki, natomiast takim prawem rządzą się wybory.

**Czyli po wyborach wszystko wróci do normy, nie powinniśmy się specjalnie przejmować, ty jesteś optymistą, jeśli chodzi o siłę polskiej gospodarki...**

Zdecydowanie!

**No to dziękuję ci bardzo serdecznie – i za dobre wyniki inwestycyjne w funduszu, i za ten optymizm na koniec rozmowy. Moim gościem był dzisiaj Andrzej Czarnecki, zarządzający funduszem UniKorona Pieniężny. Andrzej, bardzo serdecznie ci dziękuję.**

Dziękuję bardzo.

I jak tam wrażenia po wysłuchaniu wywiadu? Wiem, że nie była to prosta rozmowa, ale z całą pewnością, jeżeli wsłuchaliście się dobrze, znaleźliście tam dużo podpowiedzi, wskazówek, na co zwracać uwagę, co jest w portfelu funduszu, z jakich instrumentów

ten fundusz korzysta, no i czego się spodziewać – nie tylko po samym funduszu UniKorona Pieniężny, ale również po polskiej gospodarce.

Fajny był ten optymizm Andrzeja na koniec, ale chciałem Wam też zwrócić uwagę na spokój i analityczne podejście prawie do każdej wypowiedzi. To pokazuje mniej więcej, jak powinno się podchodzić do długoterminowego zarządzania.

To tyle na dziś z mojej strony. Już wkrótce na blogu pojawi się kolejny odcinek z naszego cyklu edukacyjnego. Tym razem weźmiemy na warsztat fundusze obligacji, czyli idziemy w górę po tej naszej krzywej ryzyka – od rozwiązań najbardziej bezpiecznych do tych, które są nieco bardziej ryzykowne.

A ja przypominam Wam o trwającym na blogu konkursie, w którym możecie wygrać bardzo konkretne nagrody pieniężne i dodatkowo wejście na szkolenie. W sumie pula wszystkich nagród: 30 000 zł, 3000 zł gotówki za pierwsze miejsce, więc są szanse na poprawę domowego budżetu, a przy okazji na zdobycie naprawdę przydatnej wiedzy.

Dziękuję Wam bardzo serdecznie za wysłuchanie dzisiejszego odcinka. Pozdrawiam Was, wszystkiego dobrego, trzymajcie się, cześć!